

Makroskop

12 - 18 Mayıs 2008

Haftalık Ekonomi ve Strateji Raporu

Haluk Bürümcekçi (Yönetici Direktör)
Tel: 0212 318 34 49
Email: haluk.burumcekci@fortis.com.tr

H. Erkin Işık, CFA (Yönetici)
Tel: 0212 318 34 05
Email: erkin.isik@fortis.com.tr

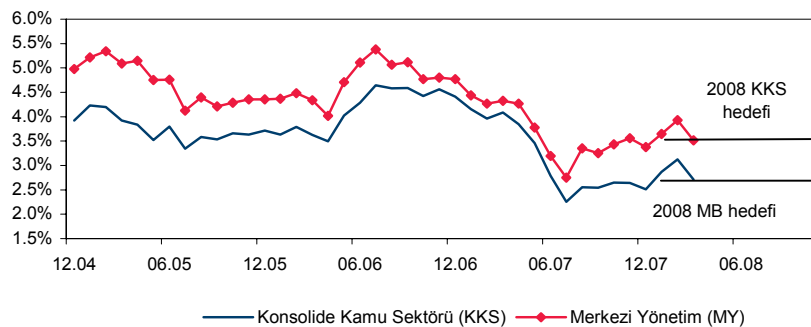
Nilüfer Sezgin (Yönetici Yrd.)
Tel: 0212 318 37 90
Email: nilufer.s@fortis.com.tr

Email: arastirma@fortis.com.tr
Tel: 0212 272 79 98
Fax: 0212 275 44 05

Kontrolsüz Güç, Güç Değildir...

Büyük bir olasılıkla, 10 Mayıs 2008 tarihi Türkiye'nin IMF ile stand-by dönemlerinin sonuna işaret etmektedir. Kriz öncesi ve hemen sonrasındaki anlaşmalar ödemeler dengesi kaynaklı sıkıntıları aşma odaklıyken, bugünlerde sona eren en son üç yıllık anlaşma mali disiplin ve kamu borcunun sürdürülebilir seviyelere çekilmesini amaçlamıştır. Bu bağlamda, 2001'de % 66.4 seviyesinde olan (yeni milli gelir serisi ile) kamu net borç stokunun geçen yıl % 29.1'e inmesi önemli bir başarıya işaret etmektedir. Tam üyelik perspektifi ve AB'ye yakınsama kapsamında ileride daha öne çıkması beklenen diğer önemli bir rasyonun da (AB tanımlı brüt kamu borç stoku GSYH oranı) % 38.8 ile birlik ortalaması ve Maastricht kriteri olarak belirlenen % 60 seviyesinden belirgin olarak iyi düzeyde olduğu izlenmektedir. **Bu nedenle, bizce, borcun geldiği düzey ve çevrilebilirlik endişelerinin ortadan kalması, yeni mali çerçevenin sadece borcu düşürmeye odaklanmasını anlamsız kılmaktadır.** Zira, mali disiplinde belirgin sapma olduğu bir yılda bile bir defaya mahsus gelirlerle (özelleştirme gibi) borcun azaltılması mümkün olabilmektedir. 2007'de net kamu borcundaki 5 puanlık düşüş buna iyi bir örnektir. **Elbette kamu borcunun yeniden yükselişe geçmesi engellenmelidir ama yeni mali çıpanın bir şekilde harcamaları kontrol altında tutacak bir düzeni getirmesi de şart görünmektedir.** Bütün bu unsurlar bütüncül bir yaklaşımla gündeme getirilmediği takdirde ise, geçen hafta Orta Vadeli Mali Çerçeve (OVMÇ) açıklaması sonrasında olduğu gibi "mali gevşeme" algısı yaratmaktan başka bir sonuca varılamayacaktır. 2003-06 döneminde GSYH'ya oranla % 5 seviyesinde olan faiz dışı fazlanın (FDF) geçen yıl % 3.5'e inmesi ve önümüzdeki yıllarda kademeli bir düşüşle 2012'de % 2.4'e kadar gerileyecek olması, FDF'nin alışlagelen çıpa işlevini görmesini engelleyecektir. **Bu nedenle, OVMÇ'nin bizim açımızdan kredibilitite kazanması için öteden beri dile getirdiğimiz "mali kural" uygulamasının yasal altyapısı ile beraber devreye girmesini bekliyoruz.**

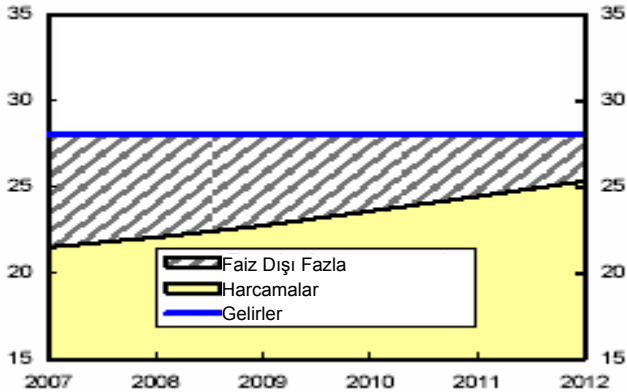
Program Tanımlı Faiz Dışı Denge (Revize GSYH'ya oranla)



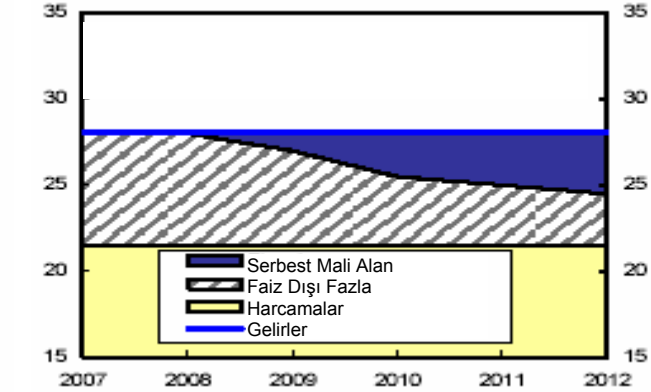
Standart borç dinamiği modellerinde borcun gelecekteki düzeyini esas olarak üç değişken önemli ölçüde belirlemektedir. Bunlar, FDF, reel faiz ve büyüme oranıdır. Borç oranını, FDF ve büyümenin yüksekliği, reel faizin ise düşüklüğü aşağı çekmektedir. **Son dönem gelişmeleri, reel faiz ve büyümenin borç dinamiğini olumsuz yönde etkileyecek şekilde hareket edeceğini gösterirken, bunlara FDF'de düşüş planının eklenmesi görünümü daha da bozmuştur.**

Aslında, FDF'nin kademeli olarak aşağı çekilmesi IMF'nin de yeni program için öngördüğü bir gelişmeydi. IMF'nin Kasım 2007'de yayınlanan IV. Madde kapsamındaki raporunda, orta vadeli mali çerçeve ve mali kural konularına değinilmişti. Biz de 26 Kasım 2007 tarihli Makroskop'ta önemli noktalarını aktarmıştık. Burada çizilen çerçevede % 6.5 hedefinin (eski seriyle) 2008'de korunması, buna karşılık 2009'da % 5.5'e, 2010'da % 4'e, 2011'de % 3.5'e ve 2012'de % 3'e kadar gerilemesinin o gün % 40 seviyesinde olan kamu kesimi net borç stokunun 2012'de % 27.5'e düşmesiyle uyumlu olduğu belirtilmişti. **Ancak burada verilecek kritik kararın, önümüzdeki yıllarda faiz dışı harcamaların artış oranının 2004-2006 ortalaması olan % 10'a mı yakın olması, ya da büyüme hedefine paralel daha düşük bir artışa işaret etmesi olduğu belirtilmişti.** Zira, harcama artışı son yıllardaki gibi olur ve FDF hedefi baz senaryo çerçevesinde düşürülürse, hükümetin istihdam vergileri ve bankacılık işlem vergilerini (BSMV) indirme planlarını hayata geçirmesi için yeterli serbest mali alan (fiscal space) yaratılamamış olacaktı. **Bu nedenle, istihdamın artması ve mali sistemin derinleşmesi için son derece kritik olan bu kararların bir yandan FDF hedefi düşürülerek alınabilmesi için, faiz dışı harcama artışının kontrol altına alınması şart görünmekteydi.** Bugünlerde geldiğimiz noktada, istihdam vergisinde 5 puanlık indirimin Eylül'den itibaren geçerli olacağını ve kambiyo işlemlerinde BSMV'nin sıfırlandığını bilirken, faiz dışı harcamaların 2007'de % 17 ve bu yılın ilk üç ayında % 13 arttığını izlemekteyiz.

Faiz dışı harcamaların % 9 arttığı senaryo



Faiz dışı harcamaların büyüme ile uyumlu arttığı senaryo



Not1: Bütün senaryolar 2012 yılında net borç oranının % 27.5'e düşmesi ile uyumludur. İşverenlerin sosyal güvenlik primindeki her 10 puanlık indirimin bütçede milli gelire oranla 1.3, çalışanlardaki benzer indirimin 1.8, BSMV'nin kaldırılmasının ise 0.8 puanlık maliyeti olduğu tahmin edilmektedir.

Not 2: Projeksiyonlar üretilirken ana varsayımlarda ihtiyat payı yüksek tutulmuştur. Vergi indirimlerinin arz yönlü bir baskı yaratmadığı, 2007 sonrasında özelleştirme geliri elde edilmediği, gelirlerde çok hızlı bir artış olmadığı ve reel faiz oranının % 10 seviyesinde yüksek seyrettiği varsayılmıştır.

Kaynak: IMF'nin 4. madde kapsamında hazırlanan ÜlkeRaporu

IMF ayrıca, harcamalar veya bütçe dengesi üzerine konulacak bir mali kuralın borç indirimine yardımcı olacağını belirtmişti. Ancak, IMF'nin FDF hedefinin yerini alacak mali çıpa için tercihinin, borç stoku ile ilişkilendirilerek faiz dışı harcamaların sınırlanmasını içeren bir kural olduğu anlaşılmaktaydı. Brezilya'da olduğu gibi bazı yatırım harcamalarının faiz dışı harcamalardan istisna tutulmasına ise, IMF'nin böyle bir istisnanın harcama tanımlamalarında değişiklik yapılarak bu kaleme kaydırılmasını teşvik edebileceği ihtimali nedeniyle sıcak bakmadığı anlaşılmaktaydı. Altyapı yatırımlarına yönelik bu engelin aşağıda aktardığımız gibi, İşsizlik Sigortası Fonu nemalarının ve özelleştirme gelirlerinin buraya kanalize edilerek aşıldığını da görmekteyiz.

Ekonomi yönetiminin geçen hafta sonunda açıkladığı OVMÇ'nin getirdiği bir diğer önemli fark ise, daha önce Hazine'nin borç geri ödemelerinde kullanmak üzere

finansmana kaydettiği özelleştirme gelirlerinin bütçeye gelir kaydedilmesi olmuştur. Söz konusu kalemden Hazine, 2005'de 3.5 mlr YTL, 2006'da 10.5 mlr YTL ve 2007'de 9 mlr YTL finansman sağlamış ve kamu borcunu bu ölçüde azaltmıştır. **Yeni dönemde ise, buradan elde edilecek gelirler bütçeye gelir olarak kaydedilecek ve harcamaya dönüşecektir.** Maliye yetkilileri tarafından yapılan açıklamalarda, bu konuda yasal düzenlemenin hazırlandığı, bu yıl GAP'a 2.3 mlr YTL transfer edileceği, 2009'da ise özelleştirmeden 2.5 mlr YTL ve İşsizlik Fonu'ndan 1.3 mlr YTL aktarılacağı belirtilmiştir. Dolayısı ile, özelleştirme gelirlerinin de katkısı ile gerileyen kamu borç stokunun GSYH'ya oranının 2007 sonundaki % 38.8'den 2012'de % 30'a gerilediği bir çerçeveye sunulmuştur.

Şu andaki haliyle OVMÇ yaklaşımında gördüğümüz bir diğer problem, sıkı mali disiplinin enflasyondaki düşüşe ve cari açığın kontrol altında tutulmasına verdiği katkının fazla dikkate alınmamış gibi görünmesidir.

Ayrıca, sosyal güvenlik reformunun hayata geçmesini ve Meclis gündeminde yer alan istihdamda sosyal güvenlik prim yükünü 5 puan azaltan tasarısı olumlu karşılamakla birlikte, yine bu tasarının içine yedirilen geçici maddelerdeki harcama artışlarının mali görünümüne ilişkin riskleri artıracaklarını düşünüyoruz. Bu tasarıda, yukarıda söylediğimiz faiz dışı fazla düşüşüne ek olarak, İşsizlik Sigortası Fonu nemalarının ve özelleştirme gelirlerinin GAP projelerinde ve genç nüfus ile kadınlarda işsizliğin azaltılmasında öncelik kullanılması öngörülmektedir. **Ancak, bu fonlar harcamaya dönüşürken bu önceliğin verilip verilmediğini takip edebilmek de sanıldığı kadar kolay olmayacaktır.** Ayrıca, bu yönlendirme kamu harcamalarında daha da fazla bir artış ve dolayısı ile de enflasyona bu kanaldan gelen desteğin azalması anlamına gelmektedir.

Sonuç olarak, harcamalar üzerinde bir kontrol getirmeyen ve artan gelirlerle sadece borcu düşürmeyi hedefleyen bir mali çerçevenin gelecek dönem beklentileri açısından olumlu bir katkı yapma şansını düşük görüyoruz. Yeni bir stand-by veya buna çok yakın ihtiyati stand-by anlaşmasına gidilmemesi durumunda, yasal bağlayıcılığı da olan faiz dışı harcamalar üzerinde bir mali kuralın tesis edilmesini gerekli görüyoruz.

Orta Vadeli Mali Çerçeve

(GSYH %)	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Toplam Kamu Faiz Dışı Fazla Oranı	3.5	3.5	3.0	2.7	2.5	2.4
Merkezi Yönetim Bütçesi	2.5	2.7	2.3	2.0	1.7	1.7
Diğer Kamu	1.0	0.8	0.7	0.7	0.8	0.7
Merkezi Yönetim Bütçesi Dengesi	-1.6	-1.4	-1.4	-1.3	-1.7	-1.6
Merkezi Yönetim Bütçesi Gelirleri	20.6	20.4	20.4	20.3	20.2	20.0
Merkezi Yönetim Bütçesi Faiz Dışı Fazla Harcamaları	18.1	17.7	18.1	18.3	18.5	18.3
Özelleştirme Gelirleri	0.8	1.2	1.0	0.7	0.5	0.2
AB Tanımlı Brüt Kamu Borç Stoku	38.8	37.0	35.0	33.0	31.0	30.0

Not: Borcun sürdürülebilirliği analizine ilişkin metodolojiye aşağıdaki bağlantıdan ulaşılabilir. (<http://www.yatirimyap.com/disbank/BSAIM.doc>)

Önümüzdeki Haftanın Gündemi

- Yurtiçinde gözler Merkez Bankası'nın Perşembe günü vereceği faiz kararında olacak. Piyasada 50 baz puanlık artırıma kesin gözüyle bakılıyor.
- Yurtdışı gündemde ABD'de perakende satışlar, enflasyon ve konut verileri ön planda olacak. Philadelphia Fed Endeksi ise ekonomik aktivite açısından yeni döneme ait ilk önemli öncü göstergelerden olacak. Bu arada Fed Başkanı Bernanke'nin Salı ve Perşembe günleri yapacağı konuşma da piyasalarda etkili olabilir.

Türkiye'de Açıklanacak Veriler

Önem	Gösterge	Birim	Açıklama Tarihi	Fortis Tahmin	Konsensus
Yüksek	CNBC-e Tüketim Endeksi, Nis.	-	12 May., 09:00	-	-
Zayıf	Kapasite Kullanımı, Nis.	%	12 May., 10:00	-	81.0
Zayıf	İşsizlik Oranı, Şub.	%	15 May., 10:00	-	-
Yüksek	PPK Faiz Kararı, May.	%	15 May., 19:00	15.75	15.75
Orta	Tüketici Güven Endeksi, Nis.	-	16 May., 10:00	-	-
Orta	Merkezi Hükümet Bütçesi FDF, Nis. Mln YTL	-	12 - 16 May.	-	-

Yurtdışında Açıklanacak Veriler

Önem	Ülke	Gösterge	Birim	Açıklama Tarihi	Konsensus
Zayıf	ABD	İhracat & İthalat Fiyatları, Nis.	% aylık	13 May., 15:30	0.6 & 1.6
Yüksek	ABD	Perak. Satış., Toplam & Oto. Hariç, Nis.	% aylık	13 May., 15:30	0.0 & 0.2
Yüksek	ABD	Çekirdek TÜFE ve TÜFE, Nis.	% aylık	14 May., 15:30	0.2 & 0.3
Orta	ABD	Kapasite Kullanımı, Nis.	%	15 May., 16:15	80.3
Orta	ABD	Sanayi Üretimi, Nis.	% aylık	15 May., 16:15	-0.1
Orta	ABD	Philadelphia Fed Endeksi, May.	-	15 May., 17:00	-20
Yüksek	ABD	İnşaat İzinleri, Nis.	Mln	16 May., 15:30	0.92
Yüksek	ABD	Konut Başlangıçları, Nis.	Mln	16 May., 15:30	0.94
Orta	ABD	Michigan Tüketici Güven Endeksi, May.	-	16 May., 16:55	63.0

Makro ve Finansal Gösterge Tahminleri

Makro Ekonomik Görünüm 2007-2010

	2007	2008t	2009t	2010t
GSYİH (Mlr YTL)	856.4	953.1	1,056.8	1,154.0
GSYİH (Mlr US\$)	658.8	756.4	812.9	880.9
GSYİH büyümesi	4.5%	4.5%	5.0%	5.0%
ÜFE (yıllık %)	5.9	13.0	10.0	4.0
TÜFE (yıllık %)	8.4	9.5	7.0	5.0
Dış Ticaret Dengesi (Mlr US\$)	-62.8	-68.6	-67.3	-66.0
İhracat (FOB, Bavul hariç)	107.2	122.0	138.2	155.9
İthalat (CIF, Altın dahil)	170.1	190.5	205.5	221.9
Cari İşlemler Dengesi (Mlr US\$)	-37.4	-42.9	-40.7	-38.1
Cari İşlemler Dengesi / GSYİH (%)	-5.7	-5.7	-5.0	-4.3

Finansal Göstergelere İlişkin Tahminler

	9 Mayıs	1Ay	3Ay	6Ay	12Ay	2008	2009
USD/YTL	1.2592	1.2650	1.2750	1.2900	1.3030	1.2950	1.3100
EUR/YTL	1.9318	1.9730	1.9640	1.9480	1.9020	1.9430	1.8350
Döviz Sepeti	3.1910	3.2380	3.2390	3.2380	3.2050	3.2380	3.1450
EUR/USD	1.5341	1.5597	1.5404	1.5101	1.4597	1.5000	1.4000
O/N	15.25%	15.75%	16.25%	16.25%	16.25%	16.25%	16.25%
Gösterge Tahvil	19.82%	19.30%	19.00%	18.00%	18.00%	18.00%	18.00%

Fortis Bank S.A./N.V. Montagne du Parc 3 B-1000 Brussels Belçika Tel: +32 2 565 11 11	Fortis Bank Hollanda N.V. Rokin 55 P.O. Box 243 1000 AE Amsterdam Hollanda Tel: +31 20 527 91 11	Fortis Bank Lüksemburg 50, avenue J.F. Kennedy L-2951 Luxembourg Lüksemburg Tel: +352 42 421	Fortis Bank, Fransa 30, quai de Dion Bouton F-92824 Puteaux Cedex Fransa Tel: +33 1 55 67 72 00
Fortis Bank Almanya Christophstrasse 33-37 50670 Cologne Almanya Tel: +49 221 161 13 30	Fortis Bank Hong Kong 27/F, Fortis Bank Tower 77-79 Gloucester Road Hong Kong Tel: +852 28 23 04 56	Fortis Bank İtalya Via Cornaggia 10 I-20123 Milano İtalya Tel: +39 02 57 53 24 61	Fortis Bank Norveç Haakon VII's gate 10 0161 Oslo Norveç Tel: +47 23 11 49 50
Fortis Bank Polonya S.A. P.O. Box 15 02-676 Warszawa Polonya Tel: +48 22 566 90 00	Fortis Bank Portekiz Rua Alexandre Herculano 50-6 Andar 1250-011 Lisboa Portekiz Tel: +351 213 13 93 16	Fortis Bank Singapur 63 Market Street #21-01 Singapur 048942 Tel: +65 65 38 03 90	Beta Capital S.V., S.A. Serrano 73 28006 Madrid İspanya Tel: +34 91 436 56 00
Fortis Bank Türkiye Yıldız Posta Caddesi No: 54 Gayrettepe 34353 İstanbul Türkiye Tel: +90 212 274 42 80	Fortis Bank UK Camomile Court 23 Camomile Street London EC3A 7PP İngiltere Tel: +44 207 247 80 00	Fortis Bank ABD 520 Madison Avenue, 3 rd Floor New York, NY 10022 ABD Tel: +1 212 418 87 00	Fortis Securities LLC 520 Madison Avenue, 3 rd Floor New York, NY 10022 ABD Tel: +1 212 418 87 14

Bu bültende yer alan bilgiler ve yorumlar, kamuya açık, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan derlenmiştir. Bununla beraber, gerek bu bültendeki gerekse bu bültende kullanılan kaynaklardaki hata ve eksikliklerden olduğu gibi bu yayındaki bilgilerin kullanılması sonucunda yatırımcıların uğrayabilecekleri doğrudan ve/veya dolaylı zararlardan, kar yoksunluğundan, manevi zararlardan ve üçüncü kişilerin uğrayabileceği zararlardan, velhasıl her ne surette olursa olsun kullanımı olumsuz etkileyecek her türlü sonuçtan dolayı Fortis Bank AŞ veya Fortis Yatırım Menkul Değerler AŞ'nin ve ayrıca her ne nam altında olursa olsun her ne akitle bağlı olursa olsun her türlü çalışana hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Bu bülten yatırımcıları bilgilendirmek amacıyla hazırlanmış olup, hiçbir şekilde menkul kıymetlerin alımı veya satımı konusunda tavsiye olarak yorumlanmamalıdır, fonların portföylerinin geçmiş döneme ilişkin getirileri gelecek dönemlerin göstergesi olamaz. Katılma Paylarının değeri menkul kıymet piyasalarındaki şartlara göre her zaman iniş ve çıkışlar (dalgalanmalar) gösterebilir. Fevkalade değişken ve profesyonel bir piyasada oluşan işbu bilgiler, hiçbir surette gönderenleri ilzam etmez ve/veya sorumlu kılmaz. Kullanan ancak kendi bilgi, inisiyatif ve değerlendirmesi ile hareket edecektir.